



1.- TESTUINGURU EKONOMIKOA

1.1.- NAZIOARTEKO EKONOMIA

2017ko uztail eta abuztuan argitaratutako adierazleek erakusten dute berriro ere munduko jarduera ekonomikoa erritmo onean gorantz doala, eta mundu mailako hazkundearen azkartze egoera elikatzen dute: ekonomia 2017an %3,5 haziko dela dirudi, alegia, azkartze nabarmena izango dela 2016aren aldean (%3,1). Halere, makroekonomiak sendotasun handia eta hegakortasun txikia agertu arren, arrisku iturri handiak ditu nazioartean. Hau da, tirabira geopolitikoak kezka gai dira, berriro ere uda honetan AEBen eta Ipar Korearen arteko hikamika diplomatikoak ikusita. Gainera, AEBen ekonomia zikloaren heldutasun fasean, inbertsiogileak hasita daude espero zenetik behera dauden adierazle ekonomikoen argitalpena aintzat hartzen. Adibide moduan, aipatu daiteke azken hilabeteetan bai AEBetako dolarrak eta bai interes tasa subiranoek ez dutela burua behar adina altxatu, nahiz eta FEDek asmo argia izan moneta normalizazioari eta AEBen barne produktu gordinak (BPG) 2. hiru hilabetez izandako hazkunde datu onari (%2,2) jarraipena emateko. Azkenik, ez da ahaztu behar Txinako ekonomia erritmo onean hazi arren oraindik haren finantza sistemari buruzko zalantzak daudela. Hori horrela, munduko ekonomiak itxaropen handia du urtearen azken tarterako, baina inguruak apenas ematen dio pozik egoteko motiborik. Aurreikuspenen arabera, munduko ekonomiaren BPG erreala %3,5 handituko da 2017an eta hazkunde hori %3,7ra igoko da 2018an.

Estatu Batuetako ekonomiak 2017ko bigarren hiru hilabetez areagotu du hazkundera. Horrela, BPGa %0,3 hazi da 2017ko lehen hiru hilabetez, eta urteko hazkundera %2,1 izatea espero da. BPGaren hazkundearen osaera ikusita, esan daiteke hazkundera goranzko bidea egingo duela, familien kontsumoan oinarrituta baitago. Enpleguak datu onak erakutsi ditu berriro (langabezia tasak %4,3 inguruan dabilta), eta soldatek gorantz segitzen dute nabarmen (urte arteko tasa, %2,5). Kontraesana da ziklo ekonomikoren heldutasun testuinguru batean eta jarduera erritmo azkartu batean, inflazioak beherantz jotzea. Inflazioaren beherakada hori, ordea, aldi baterako kontu bat da, eta espero da urteko %2rantz gora jotzea.

1.- CONTEXTO ECONÓMICO

1.1.- ECONOMÍA INTERNACIONAL

Los indicadores publicados a lo largo de julio y agosto siguen reflejando un buen ritmo de avance de la actividad global y refuerzan el escenario de aceleración del crecimiento mundial: la economía va camino de crecer un 3,5% en 2017, una aceleración apreciable respecto a 2016 (3,1%). Sin embargo, este entorno de firmeza macroeconómica y baja volatilidad sigue rodeado de importantes fuentes de riesgo a nivel internacional. A saber, las tensiones geopolíticas constituyen una fuente de preocupación que, este verano, quedó nuevamente ilustrada con la escalada diplomática entre EE.UU. y Corea del Norte. Además, en la fase de madurez del ciclo económico en la que se encuentra EE.UU., los inversores empiezan a mostrarse sensibles a la publicación de indicadores económicos por debajo de lo esperado. Un ejemplo de ello es la debilidad, en los últimos meses, tanto del dólar como de los tipos de interés soberanos estadounidenses, que no acaban de remontar pese a la clara intención de la Fed de proseguir con la normalización monetaria y el buen dato de crecimiento del PIB de EE.UU. en el segundo trimestre (2,2%). Por último, cabe no olvidar que, a pesar del buen ritmo de crecimiento que mantiene la economía de China, en el trasfondo persisten dudas alrededor de su sistema financiero. Así, la economía mundial encara el último tramo del año con buenas perspectivas, pero el entorno dista de ser favorable a la complacencia. El PIB real de la economía mundial se estima que se expandirá un 3,5% en 2017, crecimiento que se prevé aumentar para 2018 al 3,7%.

La economía de Estados Unidos acelera en el segundo trimestre de 2017. Así, su PIB ha crecido el 0,3% en el primer trimestre y el 0,8% en el segundo trimestre de 2017, y se prevé que el crecimiento anual sea del 2,1%. La composición del avance del PIB sugiere que el crecimiento tiene recorrido alcista, ya que pivota sobre el consumo de las familias. El empleo vuelve a registrar buenos datos, con tasas de paro entorno al 4,3%, y los salarios continuaron marcando avances significativos (2,5% interanual). No deja de ser paradójico, que en un contexto de madurez del ciclo económico y con un ritmo de actividad en aceleración, la evolución de la inflación sea a la baja. Pero esta remisión de la inflación es un



Japoniako ekonomiak hazkunde handia izan du 2017ko bigarren hiruhilekoan (+% 1,0 hiruhilekoen artean); lehen hiruhilekoan, aldiz, %0,4 hazi zen. Hortaz, jarraian sei hilabete baino gehiagotan hazten joan da (2006az geroztik, ez da horrelakorik gertatu). Hazkundearen oinarriak inbertsioaren jarduera ona –bereziki publikoarena– eta kontsumo pribatuaren hazkundera izan ziren. Aurreko hiruhilekoetan ez bezala, esportazioek behera egin zuten termino errealetan. Japonian egiturazko erreforma sakonik egon ez denez eta BPGaren serieak hegakorrak izan direnez, espero daiteke aurrerapen erritmo txikiago bat izatea, positiboa izan arren. Hazkunde erritmoa ona izatearekin batera, inflazioak beherantz joko du, AEBetan gertatzen den bezala.

Txinak eutsi egiten dio erritmoari 2017ko bigarren hiruhilekoan (urte arteko hazkundera %6,9 da), eta ez du aldaketarik lehen hiru hilabetez hazkunde erritmoaren aldean. Txinako ekonomiak hazkunde erritmo handia eta egonkorra du. Prezioen arloan ere ez da sumatzen aldaketa handia egongo denik. Horrela, 2017an BPGaren urteko hazkundera %6,8 izatea espero da.

Suspertzen ari diren gainerako herrialdeetan hazkunde desberdina gertatzen ari da. India %6,1 hazi zen lehen hiruhilekoan eta %5,7 bigarrenean. Hori horrela, jarraian bost hilabetez desazelerazioa gertatu da, honez gero. Ekonomiaren erritmoa galdu izanaren arrazoietakoa bat da kontsumoaren gaineko zerga berria ezartzea. Ahulezia hori gertatu arren, azken hiru hilabeteetan gertatutako behin-behineko gorabeherak gainditzeko diren neurrian (moneta aldaketa eta kontsumoaren gaineko fiskalitatea), etorkizunerako itxaropenak pixka bat hobeak dira. Bitartean, Brasilen erakunde arloko zalantzak daude oraindik, eta, adierazleak ikusirik, baieztatuta gelditu da ekonomia hazkunde erritmoa berreskuratzen ari dela, nahiz eta zalantza horiek gertatu gabe legokeen baino erritmo txikiagoan izan. Mexikon, bestetik, 2017ko lehen hiruhilekoan urte arteko hazkunde erritmoa %2,8 izatetik bigarren hiruhilekoan %1,8 izatera igaro zen. Agerian gelditu da herrialde hori sufritzen hasia dela barruan (2018ko lehendakartzako hauteskundeak) eta kanpoan (abuztuan hasi ziren NAFTA itunaren negoziazioak) gertatutako gorabehera politiko

desarrollo temporal que se espera se recupere hacia la zona del 2% anual.

La economía japonesa sufre un fuerte crecimiento en el segundo trimestre de 2017 (+1,0% inter-trimestral), frente al 0,4% del primer trimestre, con lo que encadena seis trimestres consecutivos de crecimiento, algo que no sucedía desde 2006. El crecimiento se apoyó en el buen tono de la inversión, en especial la pública, y en el incremento del consumo privado. A diferencia de los trimestres anteriores, las exportaciones retrocedieron en términos reales. Dada la ausencia de reformas estructurales de calado y la volatilidad de la serie de PIB nipona, cabe esperar un ritmo de avance menor, aunque positivo. Este buen ritmo de crecimiento coexiste con una evolución de la inflación a la baja como en EE.UU.

China aguanta el tipo en el segundo trimestre de 2017 (6,9% de crecimiento interanual), sin cambio respecto al ritmo de avance del primer trimestre. La economía China mantiene un ritmo de crecimiento elevado y estable. Tampoco en el ámbito de los precios se atisban grandes cambios. Así se prevé un crecimiento anual del PIB en 2017 del 6,8%.

Se da un crecimiento dispar en el resto de países emergentes. India creció el 6,1% en el primer trimestre y el 5,7% en el segundo. Con este, ya son cinco trimestres consecutivos en desaceleración. Una de las causas de la pérdida de ritmo económico ha sido la introducción del nuevo impuesto sobre el consumo. A pesar de esta tónica de debilidad, a medida que se superen la secuencia de shocks temporales de los últimos trimestres (cambio monetario y de la fiscalidad de consumo), las perspectivas futuras son algo más optimistas. Mientras, en Brasil, la incertidumbre institucional se mantiene y los indicadores ratifican que la economía está recuperando el ritmo de crecimiento, pero que lo hace a un ritmo por debajo del que se produciría en ausencia de dicha incertidumbre. México, por su parte, pasó de crecer un 2,8% interanual en el primer trimestre de 2017 al 1,8% del segundo trimestre. Se constata que el país latinoamericano empieza a acusar los efectos de la persistente incertidumbre política, tanto interna (presidenciales en 2018) como externa (en agosto empezaron las trascendentales negociaciones del NAFTA). Finalmente, Rusia,



etengabeen ondorioak. Azkenik, Errusiak hazkundera azkartu du, petrolio bere alde duelarik, eta 2015 eta 2016ko krisi handia ixten ari da. Bigarren hiruhilekoan, urte arteko %2,5eko hazkundera izan zuen, aurreko hiruhilekoan ez bezala (%0,5). Petrolioaren prezioaren berreskurapena hura gertatzeko arrazoietako bat izan daiteke. Halere, sakoneko sententzia da susperraldiak hauskorra segitzen duela izaten, besteak beste, ekonomiak oraindik nazioarteko zigorraren eragina jasaten duelako. Eta, Errusiako mugetan lurralde gorabehera gehiago izango diren neurrian, testuinguru hura areagotu ere egin liteke.

Euroguneko ekonomiaren hazkundera areagotu egin da. Eurogunean hainbat urtetan susperraldi txikia egon ondoren, azkenean ekonomiaren aurrerapena orokortzen ari da herrialde gehienetan eta autojasangarriago egiten ari da etxeko arriskuak nabarmen jaitsi eta konfiantza hobetu ondoren. Horren isla dira Nazioarteko Diru Funtsak (NFD) euroguneko ekonomia nagusien inguruan gorantz egindako berrikuspenak. Nahiz eta etxeko arriskuak jaitsi –bereziki arlo politikoan–, oraindik badira nazioartean zalantza gune handiak (arlo politikoan eta geopolitikoan) eta epe luzeagoan eurogunean hazkundera azkartzeko oztopoak (hala nola, biztanleriaren zahartzea edo zorpetze publiko eta pribatua handia izatea). Datozen hilabeteetan, arlo politikoan, erreparatu beharko zaio “brexit”-aren negoziazioen bilakaerari, bereziki “brexit bill”-aren inguruan (Erresuma Batuak lehendik hartutako finantza konpromisoengatik EBari ordaindu beharreko dirua) egiten diren negoziazioei. Horrekin batera, gerta daiteke integrazio ekonomikoa handitze aldera EBa birpentsatzeari buruz beharrezkoa diren eztabaidak areagotzea.

Bigarren hiru hilabeteko datuen arabera, eurogunearen hazkunde erritmoa hobetu egin da. Eurogunearen BPGak %2,2ko hazkundera izan zuen urteen artean (% 0,6 hiruhilekoen artean) 2017ko bigarren hiruhilekoan. Hazkunde erritmoa azkartu egin zen euroguneko ekonomia nagusietan: Alemanian urte arteko %2,1eraino; Frantzia urte arteko %1,7; eta Italian urte arteko %1,5eraino. Hiru ekonomietan, nabarmentzekoa da etxeko ekonomiak duen indarra, nahiz eta Italian hain sendoa ez izan, oraindik ahula baita banku eta

con el petróleo a favor, acelera el crecimiento, y está cerrando la fuerte crisis de 2015-2016. En el segundo trimestre creció el 2,5% interanual, frente al 0,5% del trimestre anterior. La recuperación del precio del petróleo puede ser una de las causas. Sin embargo la sensación de fondo sigue siendo la fragilidad en la recuperación, entre otros motivos porque la economía sigue sufriendo por el mantenimiento de las sanciones internacionales, un frente que, en un contexto de tensiones territoriales en las fronteras rusas, podría incluso recrudecerse.

El crecimiento de la **economía de la zona euro** gana tracción. Tras varios años de tibia recuperación en la eurozona, finalmente el avance económico se generaliza en la mayoría de países y se hace más auto-sostenible tras una perceptible reducción de los riesgos domésticos y una mejora de la confianza. Reflejo de esto son las revisiones al alza llevadas a cabo por el FMI en julio para las principales economías de la eurozona. A pesar de la reducción de los riesgos domésticos, en particular los políticos, siguen existiendo importantes focos de incertidumbre global (tanto políticos como geopolíticos) y obstáculos a una aceleración del crecimiento de la eurozona más a largo plazo, como el envejecimiento poblacional o el elevado endeudamiento, tanto público como privado. En los próximos meses, en el plano político, deberemos estar atentos a la evolución de las negociaciones del brexit, en particular a la discusión en torno a la brexit bill, la cantidad que el Reino Unido debería pagar a la UE por los compromisos financieros ya adquiridos. Paralelamente, podríamos asistir a una intensificación de las discusiones sobre la necesaria reformulación de la UE para aumentar su integración económica.

Los datos del 2T confirman la mejora en el ritmo de crecimiento de la eurozona. El PIB de la eurozona avanzó un 2,2% interanual (0,6% inter-trimestral) en el 2T 2017. El ritmo de crecimiento aceleró en las principales economías de la eurozona: en Alemania, hasta el 2,1% interanual; en Francia, hasta el 1,7% interanual, y, en Italia, hasta el 1,5%. En las tres economías destaca el vigor de la demanda doméstica, aunque con menor solidez en el caso de Italia, vulnerable aún a riesgos bancarios y políticos. Fuera de la eurozona, en



politika arloko arriskuen aurrean. Eurogunetik kanpo, Ekialdeko Europan Polonia aipatu behar da bereziki, %4,4ko urtearteko hazkundera izan baitu. Era berean, Erresuma Batuak desazelerazio txiki bat izan du, %1,7ko hazkunderarekin: "brexit"-ek jardueraren gainean izandako eragin negatiboa islatzen hasia da.

Kontsumoak eurogunearen hazkunderako oinarri garrantzitsu bat izaten jarraitzen du. Horren erakusgarri da txikizkako salmenten bilakaera positiboa, urte arteko %3,1 igo baitira ekainean, hau da, 0,7 puntu portzental aurreko hilean izandako hazkunderaren gaintetik. Era berean, eurogune osorako kontsumitzailearen konfiantza indizea -1,5 puntukoa izan zen ekainean, hau da, erregistrorik handiena izan da 2007ko maiatzaz geroztik. Bestetik, langabezia tasa %9,1 izan zen uztailean, hau da, puntu bat orain dela urtebete izandakoaren azpitik.

Gainera, inflazioa oso pixkanaka ari da normalizatzen. Abuztuan, euroguneko inflazio orokorra -KPI harmonizatuaren bidez neurtua- %1,5 izan zen, hau da, 0,2 puntu portzental aurreko hilabeteko erregistroaren gaintetik, engiariaren eta zerbitzuen osagaiaren ekarpena handiagoa izan baitzen. Bestetik, azpiko inflazioa -kanpoan gelditzen dira osagai hegakorrak (energia eta elikagai prozesatugabeak)- %1,3an gelditu zen, hau da, aurreko hilabeteko datu bera.

Azkenik, nabarmentzekoa da Portugaleko ekonomiak suspertzen jarraitzen duela.

1.2.- ESPAINIAKO ESTATUKO EKONOMIA

Jarduera ekonomikoa erritmo onean doa aurrera. Bigarren hiruhilekoan, ekonomia espainiarraren erritmoa hiruhilekoen arteko %0,9raino azkartu zen, hau da, hamarren bat lehen hiruhilekoaren datuaren gaintetik. Urte osorako, %3,1eko hazkundera espero da. Estatuko ekonomiaren hazkunde handia -honez gero, hiru urte darama %3tik gora hazten- kanpoko eta barruko faktoreen uztartzearen ondorio da. Oraingoz, ez dirudi faktore horiek agortzen hasi direnik. Kontsumo pribatua garrantzia hartzen ari da berriro.

BPGak eskariaren aldetik duen xehapenak erakusten du bigarren hiruhilekoan barruko eskariak urte arteko hazkunderari egindako

Europa del Este, destaca Polonia con un avance del 4,4% interanual. Asimismo, se confirma la ligera desaceleración económica del Reino Unido, con un crecimiento del 1,7%, que empieza a reflejar el impacto negativo del brexit sobre la actividad.

El consumo sigue siendo un importante pilar del crecimiento de la eurozona. Muestra de ello es la evolución positiva de las ventas minoristas, que aumentaron un 3,1% interanual en junio, 0,7 p. p. por encima del mismo registro del mes anterior. Asimismo, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona alcanzó los -1,5 puntos en junio, el registro más alto desde mayo de 2007. Por su parte, la tasa de paro se situó en el 9,1% en julio, un punto por debajo del nivel de hace un año.

Por otro lado, la inflación mantiene una senda de normalización muy gradual. En agosto, la inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 1,5%, 0,2 p. p. por encima del registro del mes anterior, debido a una mayor contribución del componente energético y de los servicios. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados), se mantuvo en el 1,3%, el mismo registro que el mes anterior.

Para concluir, podemos destacar que la recuperación económica de Portugal continúa.

1.2.- ECONOMÍA DEL ESTADO ESPAÑOL

La actividad económica avanza a buen ritmo. En el 2T, la economía española aceleró el ritmo de crecimiento hasta el 0,9% intertrimestral, una décima por encima del registro del 1T. Para el conjunto del año, se espera un crecimiento del 3,1%. La excepcional trayectoria de la economía española, que lleva ya tres años creciendo por encima del 3%, está siendo posible gracias a la confluencia de factores externos e internos que, de momento, no parecen mostrar síntomas de agotamiento. El consumo privado recupera el protagonismo.

El desglose del PIB por el lado de la demanda muestra que la contribución de la demanda interna al crecimiento interanual en el 2T fue



ekarpena 2,4 puntu portzentualekoa izan zela, hau da, lehen hiruhilekoarena baino hamarren bat handiagoa. Espero bezala, kontsumo pribatuak garrantzia hartu zuen, eta hiruhilekoen artean %0,7 hazi zen lehen hiruhilekoan desazelerazio puntuala izan ondoren. Bestetik, inbertsioaren hazkundera gelditu egin zen (hiruhilekoen arteko %0,8), ekipoetako inbertsioaren desazelerazioaren ondorioz. Horrekin batera, eraikuntzako inbertsioak lehen hiruhilekoaren antzeko hazkunde erritmoari eutsi zion. Kanpoko eskaria, bestetik, 0,7 puntu portzentualeko ekarpen positiboa egin zion BPGaren urte arteko hazkundera, nahiz eta esportazioen eta inportazioen datuak, espero zena baino ahulagoak izan.

Lan merkatuak datu positiboak ematen jarraitzen du, jarduera ekonomikoaren hazkunderarekin batera. Bigarren hiruhilekoan, enplegu sorrera nabarmen hazi zen (% 0,9), urte sasoiarteko datuak xehatu gabe. Hori horrela, biztanleria okupatuaren urte arteko bariazio tasa %2,8ra igo zen (%2,3ra lehen hiruhilekoan). Enpleguaren hazkundera ahalbidetu zuen langabezia tasa nabarmen murriztea, %17,2raino. Nahiz eta kontratazio mugagabea handitzen joan zen (urte arteko %1,8), aldi baterako kontratua duen soldatapeko biztanleria gehiago hazi zen; beraz, aldi baterako enpleguaren tasa %26,8raino handitu zen bigarren hiruhilekoan.

Lan merkatuak martxa onean jarraitzen du bigarren hiruhilekoan. Gizarte Segurantzako afiliatuen hazkunde erritmoa urte arteko %3,6 izan zen uztailan. Era berean, langabeziak ere bilakaera ona izan zuen, eta %9,4 jaitsi zen.

Enpleguaren susperraldia eta finantza egoera mesedegarria direla eta, etxebizitzaren erosketak areagotzen ari da. Zehazki, etxebizitzaren salerosketa urte arteko %12,1 hazi zen ekainean. Bestetik, obra hasierako bisatuen gorazko joera gelditu egin zen (urteko arteko %14 igo ziren maiatzean 12 hilabeteko tartean; apirilean, aldiz, %20 igo ziren), eta krisiaren aurreko datuetatik urrutitu daude oraindik. Datu horrek eta etxebizitzaren eskariaren hazkundera etxebizitzaren prezioen goranzko joera mesedetzen dute.

de 2,4 p. p., 1 décima superior a la del 1T. Tal como se esperaba, el consumo privado recobró el protagonismo y creció un 0,7% intertrimestral tras la desaceleración puntual experimentada en el 1T. La inversión, por su parte, ralentizó su crecimiento (0,8% intertrimestral) como consecuencia de la desaceleración de la inversión en equipo. Paralelamente, la inversión en construcción mantuvo un ritmo de crecimiento similar al 1T. La demanda externa, por su lado, mantuvo una aportación positiva al crecimiento interanual del PIB de 0,7 p. p. a pesar de que tanto los datos de exportaciones como de importaciones, fueron más débiles de lo esperado.

El **mercado laboral** mantiene el tono positivo en consonancia con el crecimiento de la actividad económica. En el 2T, la creación de empleo aumentó un notable 0,9% en términos desestacionalizados. De este modo, la tasa de variación interanual de los ocupados subió al 2,8% (2,3% en el 1T). El aumento del empleo permitió que la tasa de paro se redujera significativamente, hasta el 17,2%. A pesar de que la contratación indefinida siguió aumentando (1,8% interanual), el número de asalariados con contrato temporal mostró mayor crecimiento, por lo que la tasa de temporalidad aumentó en este 2T hasta el 26,8%.

La buena marcha del mercado de trabajo se mantiene en el segundo semestre. El ritmo de aumento de afiliados a la Seguridad Social se situó en julio en el 3,6% interanual. De igual modo, el paro registrado también presentó una buena evolución y anotó un descenso del 9,4%.

La recuperación del empleo y las condiciones financieras favorables impulsan la compra de vivienda. En concreto, las transacciones de compraventa de vivienda aumentaron un 12,1% interanual en junio. Por su parte, los visados de inicio de obra ralentizaron su tendencia ascendente (crecieron un 14% interanual en mayo en el acumulado de 12 meses frente al 20% en abril) y siguen lejos de los niveles registrados antes de la crisis. Este hecho, junto con el incremento de la demanda de vivienda, favorece la tendencia alcista de los precios de vivienda.



Inflazioa egonkortu egin da, petrolioaren prezioaren bilakaeraren ondorioz. KPIak urte arteko %1,6ko bariazioa izan zuen abuztuan, hau da, hamarren bat uztailleko datuaren gainetik, urtearen hasierako %3,0ko erregistroei dagokienez nabarmen desazeleratu ondoren. Bestetik, azpiko inflazioa (indize orokorra, elikagai prestatugaberik eta produktu energetikorik gabea) bi hamarren igo zen uztailan, %1,4raino, prezio industrialen hazkundearen ondorioz, elektrizitatearen prezioaren desazelerazioa konpentsatu baino gehiago egin baitzuen.

Azkenik, bankuen sektorea kaudimentsuago eta erresistenteago ageri da orain, eta kreditu eskaintza handitu du.

1.3.- EUSKADIKO EKONOMIA

2017ko hastapenean, EAEko ekonomiak berriro erakutsi zuen sendotasun garrantzitsu bat hazkunde erritmoan, %2,8ko urte arteko tasa jasota, aurreko emaitza baino hamarren bakar bat gutxiago delarik. Zenbaki horrek gutxienez bi irakurketa kontrajarri eskaintzen ditu oraingo ekonomia egoeraz. Alde batetik, laugarren hiruhilekoz jarraian EAEko barne produktu gordina gutxiago hazi da, 2016ko lehen hiruhilekoan lortutako maximoaren ondoren. Beste aldetik, moteltze hor aurreikusitakoa baino leunagoa izaten ari da eta horrek pentsarazten du gaur egun ekonomiak aurreko motelaldietan baino inertzia handiagoa erakusten duela. Inertzia horren oinarrian bi arrazoi egon daitezke: enpleguak hobeto erantzuten dio BPGaren hazkunderi eta inportazioek elastikotasun txikiagoa dute barne eskariaren aldakuntzen aurrean. Ingurunearekin alderatuta, EAEko ekonomiak bizitasun handiagoa dauka Europar Batasunak (%2,1) eta Euroguneak (%1,9) baino.

Hazkundearen osaera eskariaren ikuspegitik barne eskariaren bultzada sendoan oinarritzen da, kanpo saldoaren egoerak nolabaiteko oreka erakusten duen bitartean. Izan ere, 2017ko lehen hiruhilekoan, inportazioak esportazioak baino zertxobait gehiago hazi ziren eta kanpo saldoaren ekarpen negatiboa bi hamarren ingurukoa izan zen. Emaitza apal horrek ez du desorekarik iradokitzen etorkizuneko hazkunderan.

La **inflación** se estabiliza por la evolución del precio del petróleo. El IPC registró una variación interanual del 1,6% en agosto, 1 décima superior al dato de julio, después de la notable desaceleración respecto a los registros del 3,0% de principios de año. Por su parte, la inflación subyacente (índice general sin alimentos no elaborados ni productos energéticos) subió 2 décimas en julio, hasta el 1,4%, aupada por el incremento de los precios industriales que más que compensó la desaceleración del precio de la electricidad.

Por último, el sector bancario, más solvente y resistente, aumenta la oferta de crédito.

1.3.- ECONOMÍA DE EUSKADI

En el inicio de 2017, la economía vasca volvió a mostrar una importante robustez en su ritmo de crecimiento, al registrar una tasa interanual del 2,8%, tan solo una décima inferior al dato precedente. Esa cifra sugiere, al menos, dos lecturas contrapuestas del momento económico. Por un lado, se trata del cuarto trimestre consecutivo de desaceleración del PIB vasco, tras el máximo logrado en el primer trimestre de 2016. Por otro, la pérdida de tono se está produciendo a un ritmo muy inferior al previsto, un hecho que hace pensar que la economía está mostrando una inercia mayor a la vivida en otras fases de desaceleración. Esa inercia puede ser consecuencia de una mejor respuesta del empleo al avance del PIB y de una menor elasticidad de las importaciones a las variaciones de la demanda interna. En comparación con el entorno, se confirma el mayor dinamismo de la economía vasca frente a la evolución mostrada en la Unión Europea (2,1%) y en la zona del euro (1,9%).

La composición del crecimiento por el lado de la demanda se basa en el fuerte impulso de la demanda interna, al tiempo que la posición del saldo exterior es de relativo equilibrio. Así, en el primer trimestre de 2017, las importaciones aumentaron algo más que las exportaciones y la aportación del saldo exterior fue del orden de las dos décimas negativas, un valor reducido que no supone un desequilibrio para el crecimiento futuro.



Barne eskaria %2,9 areagotu zen aurtengo lehen hiruhilekoan, bi osagai nagusiek, hots, azken kontsumoak eta kapital eraketa gordinak, tamaina horretako aldakuntzak jaso zituztela. Kontsumoaren barnean, familien kontsumoaren bultzada (%3,0) nabarmendu zen, BPGaren aldakuntza gutxiatik gainditu baitzuen, nahiz eta azken hiruhilekoetan egonkortasuneko irudia eskaini duen. Beste aldetik, administrazio publikoen kontsumoak %2,5eko urte arteko gorakada eskuratu zuen, aurreko hiruhilekokoa baino puntu erdi bat gutxiago. Halere, aldagai horretan ohikoak izaten dira gorabehera handiak.

Kapital eraketa gordinak (%2,9) moteltzeko joera garbia islatu zuen bere hazkunde erritmoan eta hainbat hamarren galdu zituen aurreko datuaren aldean. Ekipamendurako ondasunetan eginiko inbertsioak ahitzeko zantzuak erakutsi ditu, 2016ko hasieran bi zenbakiko gehikuntzak lortu ondoren, hiruhilekoak aurrera zihoazen heinean moteldu zirenak eta gaur egun %4,9an kokatu dena, oraindik nabarmena den arren. Zaharkituta zeuden ekipamenduak ordezkatzeko beharra neurri batean gauzatu da une hauetan eta, beraz, aldagaiaren hazkundera instalazioak handitzeko beharretik iritsiko da neurri handiagoan. Beste aldetik, gainontzeko inbertsioak, eraikuntzari oso lotuta baitago, hainbat hamarrenetan hobetu zituen aurreko emaitzak, baina oraindik balio apaletan dago (%1,9).

Sektoreen analisiak berrikuntzaren bat eskaini du bi arlo nagusiek azken urteetan erakutsia zuten orekari dagokionez. Hain zuzen ere, aurtengo lehen hilekoetan industriak bizitasuna galdu zuen eta 2016ko amaieran eskuratu zuen %3,0tik oraingo %2,0ra igaro da. Hala ere, badaude argudio batzuk pentsatzeko apaltze horren atzean enpresa handi batzuen gertakari zehatz batzuk daudela eta horiek atzean geratu direla. Beste aldetik, eraikuntzak bere hazkunde erritmoa finkatu zuen %2,1era arte, aurreko datuak baino bi hamarren gorago dagoela.

Zerbitzuek ez zuten bat egin industriaren moteltzearekin eta aurreko bi hiruhilekoetako datua berdindu zuten (%3,1), sektorea osatzen duten atal guztiek egonkortasun handia erakutsi zuten bitartean. Esate baterako, merkataritza, ostalaritza eta garraioa biltzen dituen taldeak %3,7 handitu zuen bere balio erantsia, 2016an lortu zuen hazkunderaren

La demanda interna creció un 2,9% en el primer trimestre del año, con variaciones de ese tamaño en los dos componentes principales: el consumo final y la formación bruta de capital. Dentro del consumo, destaca el empuje del consumo de los hogares (3,0%), que supera ligeramente la variación del PIB, aunque ofrece un perfil de estabilidad en los últimos trimestres. Por su parte, el consumo de las administraciones públicas anotó un avance interanual del 2,5%, medio punto por debajo del dato anterior, si bien las oscilaciones suelen ser habituales en esa variable.

La formación bruta de capital (2,9%) describe una clara moderación en su ritmo de crecimiento y perdió varias décimas respecto al dato precedente. La inversión en bienes de equipo muestra signos de agotamiento en su evolución, tras haber registrado un aumento de dos dígitos en el inicio de 2016, que se ha ido suavizando a medida que transcurrían los trimestres hasta situarse ahora en el 4,9%, un valor todavía notable. La necesidad de reponer equipos obsoletos está ya parcialmente cubierta por lo que el crecimiento de la variable depende ahora en mayor medida de la necesidad de ampliar las instalaciones. Por otro lado, el resto de la inversión, muy vinculada a la construcción, mejoró en varias décimas sus registros precedentes, pero sigue situada en valores modestos (1,9%).

El análisis sectorial ofrece alguna novedad respecto al equilibrio que venían mostrando los dos sectores principales en los últimos años, en el sentido de que la industria perdió algo de tono en el inicio del presente año, al pasar del 3,0% con el que finalizó 2016 a un 2,0%. No obstante, hay razones para pensar que esa moderación responde a circunstancias puntuales de algunas grandes empresas, que ya han quedado atrás. Por otro lado, la construcción afianzó su ritmo de crecimiento hasta el 2,1%, dos décimas por encima de sus valores previos.

Los servicios no participaron de la desaceleración de la industria y repitieron el dato de los dos trimestres anteriores (3,1%), mostrando una notable estabilidad en todos los subgrupos que lo componen. Así, comercio, hostelería y transporte incrementó su valor añadido un 3,7%, en línea con el crecimiento logrado en el conjunto de 2016. Por su parte,



antzeko datua baita. Administrazio publikoari lotuago daudenak, berriz, %2,6 hazi ziren, aurreko hiruhilekoan baino hamarren bakar bat gutxiago. Azkenik, gainontzeko zerbitzuek %3,0ko tasa lortu zuten, aurreko bi hiruhilekoetakoak berdinduz.

BPGa 2017ko lehen hiruhilekoan zertxobait moteldu bazen ere, enpleguak aurreko emaitza hobetu zuen, urte arteko tasa %2,0an kokatu arte. Tasa hori 2007ko amaieratik lortu den altuena da. Horrek adierazten du azken urtebetean lanaldi osoko 17.800 lanpostu baliokide inguru sortu direla eta EAEko ekonomian dauden lanpostuen kopuruak berriro gaintitu duela 910.000 lagunengana, bost urte beranduago. BPGaren eta enpleguaren bilakaerak lan faktorearen itxurazko produktibitatearen irabazia %0,8an utzi zuen, azken urteetako datuekin alderatuta balio apala delarik, horiek guztiak %1,1aren gainetik zeudelako.

Oro har, prezioek goranzko joerari eutsi zioten aurtengo lehen hilekoetan. Izan ere, BPGaren deflatoarea %0,8an kokatu zen lehen hiruhilekoan eta KPIak %2,7ko tasa jaso zuen, petrolioaren garestitzeak baldintzatuta. Hala ere, azken faktore hori zuzentzen ari da azken aldiari eta aldakuntza tasak Europako Banku Zentralaren helburutik (KPIa %2,0aren apur bat azpitik kokatzea) hurbilago egongo direla espero da.

Eusko Jaurlaritzaren aurreikuspen eguneratuek %2,7ra igo dute BPGaren hazkunde zenbatespena 2017rako eta %2,3ra, berriz, datorren urterakoa. Beraz, bi hamarren eta hamarren baten goranzko zuzenketa egin da, hurrenez hurren. Aurreikuspenaren aldakuntzan dauden arrazoiak hauek dira: espainiar ekonomiaren bultzada handiagoa, EAEko ekonomiaren merkatu nagusia baita, eta herrialde garatuetan bizi den baikortasun neurtua, EAEk atzerrira bidaltzen dituen esportazio guztien %80 herrialde horietara baitoaz. Ingurunean oraindik EAEko jardueraren bizitasuna kaltetu dezaketen ziurgabetasun handiak (Brexit, Txina, AEB, eta abar) egon arren, oro har oraingo arriskuak duela hileko batzuk zeudenak baino txikiagoak direla pentsatzen da.

las actividades más ligadas a la administración pública avanzaron un 2,6%, tan solo una décima menos que el trimestre anterior. Por último, el resto de servicios registró un aumento del 3,0%, el mismo de los dos periodos anteriores.

A pesar de la suave desaceleración que el PIB tuvo en el primer trimestre de 2017, el empleo mejoró en ese periodo el dato precedente, hasta situar la tasa interanual en el 2,0%, la máxima alcanzada desde finales de 2007. Eso significa que en el último año se crearon del orden de los 17.800 puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo y que el total de empleos existentes en la economía vasca supera de nuevo los 910.000, cinco años después. La evolución del PIB y del empleo sitúa la ganancia de productividad aparente del factor trabajo en el 0,8%, un valor modesto si se compara con los datos de los últimos años, todos ellos por encima del 1,1%.

Los precios continuaron, en general, con su tendencia al alza en los primeros meses del año. Así el deflactor del PIB se situó en el 0,8% en el primer trimestre, mientras que el IPC anotó un 2,7%, condicionado por el encarecimiento del petróleo. Sin embargo, este último factor se está reconduciendo en las fechas más recientes y se esperan variaciones más acordes con el objetivo del Banco Central Europeo (situar el IPC ligeramente por debajo del 2,0%).

La actualización de las previsiones del Gobierno Vasco eleva la estimación del crecimiento del PIB hasta el 2,7% para el presente año y el 2,3% para el próximo. Esto supone una corrección al alza de dos y una décima, respectivamente. Las razones que subyacen a esa modificación de la previsión son el mayor impulso de la economía española, que es el principal mercado de la economía vasca, y el moderado optimismo que se respira en el conjunto de los países desarrollados, que concentran el 80% de las exportaciones vascas de bienes al extranjero. A pesar de que todavía existen grandes incertidumbres en el entorno (Brexit, China, Estados Unidos, etc.) que pueden afectar a la baja el desempeño de la actividad en Euskadi, en general se considera que los riesgos son ahora menores a los de hace unos meses.